

2026. 7. 27 (월)

국민연금의 수탁자 책임활동 평가체계 변화, 운용사의 대응 포인트

- 국민연금 기금운용위원회, 2026.7.2 <수탁자 책임활동 이행점검 체계 도입방안> 의결
- 수탁자 책임활동 평가 결과를 위탁운용사 선정과 정기평가의 본배점(100점) 안에 반영하는 체계 도입
- 기존의 정책 보유, 보고서 제출 여부 중심의 가점평가에서 수탁자 책임활동의 질적 평가체계로 전환
- 국민연금 공개자료 분석 결과, 평가의 초점은 정책 보유보다 책임활동의 체계성과 실제 이행 수준으로 이동할 전망

ESG

Analyst 이진아

jina.lee@meritz.co.kr

수탁자 책임활동 평가는 왜 달라졌을까?

2026년 7월 2일, 국민연금 기금운용위원회는 <국민연금 수탁자 책임활동 이행점검 체계 도입방안>을 심의, 의결했다. 국내주식 위탁운용사를 대상으로 수탁자 책임활동을 질적으로 평가하는 체계를 도입했다. 원칙 준수, 이해상충 관리, 의결권 행사의 적정성 등을 질적으로 평가하고, 평가 결과를 위탁운용사 선정 및 정기평가의 본 배점(100점) 안에 반영하기로 했다.

지금까지 수탁자 책임활동 평가는 정책 보유 여부와 책임투자 보고서 제출 여부에 따라 2점의 가점을 부여하는 수준에 그쳤다. 이번 개편으로 평가는 가점항목에서 위탁운용사 선정 및 정기평가의 본 배점 항목으로 편입됐다. 수탁자 책임활동이 부수적인 가점요소에서 운용사의 책임투자 역량을 판단하는 정식 평가요소로 전환됐다는 점에서 의미가 있다.

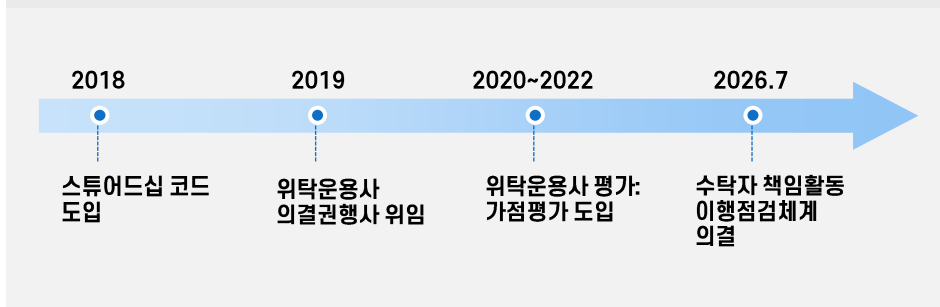
기존 방식은 정책과 보고서의 존재 여부를 확인하는 수준에 머물러 운용사별 실제 책임활동 수준을 충분히 변별하기 어려웠다. 실제 이행 수준을 높이기 위한 유도도 제한적이었다. 이에 국민연금은 형식적인 제도 보유 여부보다 책임활동의 실질적인 이행과 그 근거를 평가하는 방향으로 체계를 개편했다.

국민연금은 향후 위탁자금 추가 배정과 회수 과정에 평가 결과를 연계할 계획이다. 평가 결과가 위탁운용사 선정과 위탁자금 배분에 반영되면서, 실제 책임활동과 이를 뒷받침하는 보고의 중요성도 높아질 것으로 예상된다.

올해는 두 가지 흐름이 겹쳐 있다. 하나는 지속가능성(ESG) 공시가 법정공시로 편입되면서 ESG 정보 전반의 신뢰도와 검증 기준이 강화되는 흐름이고, 다른 하나는 국민연금이 수탁자 책임활동 평가를 위탁운용사 선정과 자금 배분에 실질적으로 반영하는 방향으로 개편한 흐름이다.

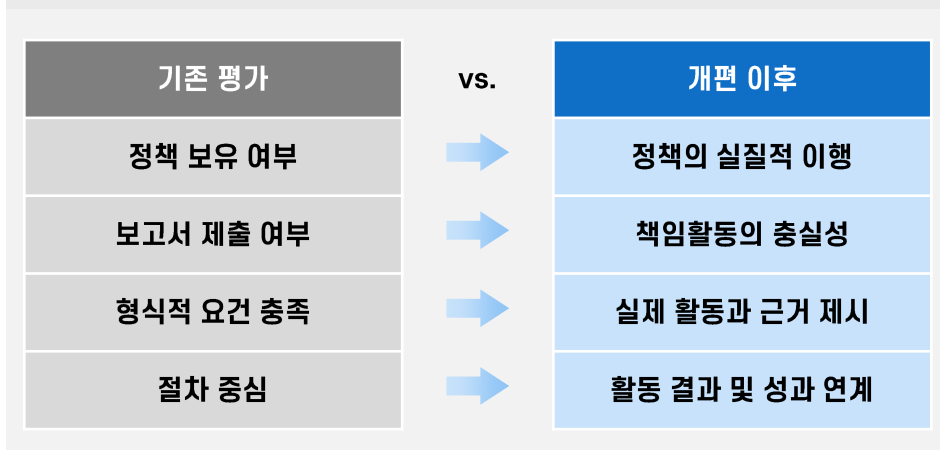
두 변화는 별개의 제도이지만 방향성은 같다. ESG 관련 정보를 얼마나 많이 제공하느냐가 아니라 ‘얼마나 신뢰할 수 있고, 실제 활동과 성과로 뒷받침되는가’로 기준이 이동하고 있다. 이제 위탁운용사가 제출하는 수탁자 책임활동 보고서는 형식적 제출 서류를 넘어 책임투자 수준을 설명하는 핵심자료이자, 평가와 자금배분 과정에서 중요성이 크게 높아졌다.

그림1 8년에 걸친 책임투자 평가체계의 진화



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 책임투자 평가 기준의 변화: 형식에서 실행으로



자료: 메리츠증권 리서치센터

국민연금은 무엇을 평가하는가? 정책보다 실행을 본다

국민연금은 위탁운용사의 수탁자 책임활동을 3개 영역, 7개 평가항목을 중심으로 평가한다. 국민연금 위탁운용사 평가는 금융당국 스튜어드십 코드 이행점검 기준(7개 원칙, 12개 항목)을 기반으로, 위탁운용사 평가 목적에 맞게 체계 적정성, 이해상충 관리, 의결권 행사의 3개 평가영역으로 재구성한 것이다.

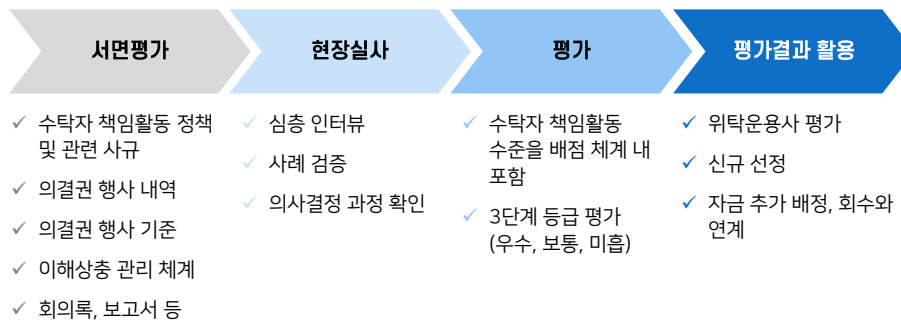
그림3 국민연금 위탁운용사 수탁자 책임활동 평가영역 및 평가항목

< 국민연금 위탁운용사 수탁자 책임활동 평가 기준안(위탁운용사 위탁 수행 대상) >

영역	평가항목
1. 수탁자 책임활동 체계 적정성	① 수탁자 책임활동에 필요한 정책을 마련하고 체계적으로 이행하고 있다. - 관련 정책의 국민연금 수탁자 책임활동 원칙 등 부합 수준 ② 수탁자 책임활동 결과를 투명하게 공개하고 충실하게 관리하고 있다. - 회의록 관리 여부, 의결권 행사 결과 공개 시 사유 작성의 충실성 등 ③ 수탁자 책임활동을 전문적이고 충실하게 수행할 수 있는 역량을 갖추고 있다 - 인력 현황, 담당 부서의 독립성, 전문성 여부 등 고려 ④ 수탁자 책임활동 관련 준법감시 체계를 갖추고 있다. - 미공개중요정보 이용 방지, 대량보유보고 등 법률 리스크 관련 관리체계의 적정성
2. 이해상충 관리의 적정성	⑤ 이해상충 우려를 적정하게 관리할 수 있는 체계를 갖추고 있다. - 독립적 위원회 등을 통한 의사결정 체계 여부, 관련 이해관계자 회피, 배제 규정 등 ⑥ 이해상충 우려가 있는 기업에 대하여도 수탁자 책임활동을 충실하게 수행하였다. - 이해상충 우려가 있는 기업과 그렇지 않은 기업 간 의결권 행사 반대율 비교 등 - 이해상충 우려가 높은 일부 사례 추출, 의사결정 과정의 적정성 심층 평가
3. 의결권 행사의 적정성	⑦ 국민연금 의결권 행사기준을 준수하여 기금의 이익 및 주주가치를 제고하는 방향으로 의결권을 행사하였다. - 의결권 행사 대상 선정 기준(보유비중, 지분율 등), 행사 방향 결정 기준 및 절차(자문기관 활용 여부, 의안분석보고서 작성 여부 등) - 의결권 행사 반대율 등 고려 - 국민연금 등 다른 기관투자자 다수의 의결권 행사 방향과 다른 일부 사례 추출, 의사결정 과정의 적정성 심층 평가

자료: 보건복지부, 국민연금기금

그림4 국민연금 위탁운용사 수탁자 책임활동 평가 프로세스



자료: 메리츠증권 리서치센터

평가 기준안을 보면, ⑥번 항목은 계열사나 주요 거래처 등 이해상충 우려가 있는 상황에서도 일관된 기준에 따라 의결권을 행사했는지를 확인한다. 또한 ⑦번 항목은 다른 기관투자자와 다른 의결권을 행사한 경우, 그 판단 근거와 의사결정 과정이 적정했는지를 평가한다.

이는 국민연금의 평가 초점이 정책의 존재 자체보다 실제 책임활동의 수행 과정과 이를 객관적으로 입증할 수 있는 근거를 중점적으로 평가하는 방향으로 옮겨가고 있음을 보여준다. 따라서 보고서는 활동 절차를 설명하는 데 그치기보다는 실행 내용과 성과를 객관적인 근거(Evidence)와 함께 제시하는 것이 중요하다.

표1 핵심 평가 포인트 및 제시해야 할 Evidence

영역	평가 포인트	제시해야 할 주요 Evidence 예시
정책 및 거버넌스	정책 마련과 체계적 이행	- 수탁자책임 정책 및 운영지침 - 책임투자 의사결정체계 - 담당 조직 및 역할, 전담인력 현황 - 이사회 및 위원회 등 보고체계
활동 공개 및 기록 관리	책임활동의 투명성 및 기록 관리	- 의결권 행사 내역 및 반대 사유 - Engagement 활동 이력 - 회의록 및 의사결정 기록 - 연차보고서 및 홈페이지 공시 현황
전문성 및 내부통제	전문성 확보 및 준법 감시 체계	- ESG 및 스튜어드십 전담인력 - 교육, 역량 강화 계획 - 준법 감시체계 - 미공개정보 이용 방지 - 내부통제 및 법률 리스크 관리체계
이해상충 관리	이해상충 관리체계 실효성	- 이해상충 관리 정책 - 이해관계자 회피 및 배제 절차 - 독립적 의사결정 체계 - 실제 이해상충 사례 및 조치 결과
Engagement	충실한 책임활동 및 지속성	- 대상기업 선정 기준 - 핵심 이슈 - 대화 내용 - 후속 조치 - 기업 개선 여부 및 모니터링 결과
의결권 행사	의결권 행사 기준의 일관성 및 적정성	- 의결권 행사 기준 및 판단 프로세스 - 안건별 찬반 근거 - 행사 결과 - 국민연금 가이드라인과의 정합성
성과	책임활동의 효과 및 성과	- 주요 KPI - Engagement 성과 - 기업의 정책 및 지배구조 개선 사례 - 의결권 행사 이후 변화 - 향후 관리 계획 등

자료: 메리츠증권 리서치센터

Best Practice, 좋은 보고서는 무엇이 다른가

국민연금이 발간한 <2025 국민연금기금 수탁자 책임 활동 연차보고서>는 향후 위탁운용사가 참고할 수 있는 대표적인 Best Practice다. 보고서 전반에서 활동을 단순히 나열하기보다, 정량지표와 비교 기준을 활용해 책임활동의 과정과 결과를 설명하는 방식이 일관되게 적용되고 있다.

국민연금 연차보고서를 종합하면, 활동의 양보다 판단 근거(Evidence)와 수행 과정을 일관되게 제시하는 것이 중요해지고 있는 것으로 해석된다. 향후에는 활동 결과와 성과(Outcome)까지 연계해 제시하는 보고가 더욱 중요해질 것으로 예상된다. 결국 위탁운용사가 보고서에 충실히 답아야 할 핵심은 Evidence와 Outcome이다.

표2 국민연금 수탁자 책임활동 연차보고서의 공통적인 작성 방식

작성 원칙(Best Practice)	국민연금 사례		시사점
	다년도 추이 제시	최근 3개년 의결권 행사 결과를 비교 제시	1개년도 성과보다 활동의 일관성과 변화 추이 파악 가능
	활동의 세분화	반대 의결권을 이사·감사 선임, 정관변경, 보수 등 유형별로 구분	의사결정 구체성 평가 가능
	역할과 책임의 명확화	직접 수행과 위탁 행사 범위를 명확히 제시	수행 주체와 책임 범위를 명확히 설명
	객관적 근거 제시	ICGN, ACGA 등 국제 협업체 참여 이력과 관련 외부 기준을 함께 제시	활동의 신뢰성과 전문성 뒷받침

자료: 국민연금기금 수탁자 책임 활동 연차보고서, 메리츠증권 리서치센터

표3 위탁운용사 수탁자 책임활동 보고서 작성 체크리스트

평가영역	보고서 작성 체크포인트
정책 및 거버넌스	수탁자책임 정책, 의결권 행사 가이드라인, 조직 및 의사결정 체계가 유기적으로 연결되어 있는가?
활동 공개 및 기록 관리	의결권 행사 내역, Engagement 이력, 회의록, 판단 근거를 체계적으로 기록하고 있으며 다년도 추이를 함께 공개하고 있는가?
전문성 및 내부통제	전담인력, 교육체계, 준법감시, 미공개정보 관리, 내부통제 체제 등이 구체적으로 제시되어 있는가?
이해상충 관리	이해상충 관리 절차뿐 아니라 실제 적용 사례와 판단 근거를 제시하고 있는가?
Engagement	대상기업 선정, 대화 내용, 후속 조치 및 기업의 변화까지 일련의 과정을 기술하고 있는가?
의결권 행사	찬반 결과뿐 아니라 의결권 행사 기준, 안전별 판단 근거, 반대 사유를 유형별로 설명하고 있는가?
성과	책임활동이 기업의 지배구조 개선, 주주가치 제고 등 실질적인 성과로 이어졌는지를 객관적으로 보여주고 있는가?

자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.